证券研究报告

其他建材

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

北新建材

000786

审慎增持 （维持）

底部基本确认，龙头再起航

2019 年 08 月 20 日

市场数据

市场数据日期	2019-08-19
收盘价（元）	17.37
总股本（百万股）	1689.51
流通股本(百万股)	1413.98
总市值（百万元）	29346.75
流通市值(百万元)	24560.86
净资产（百万元）	12818.28
总资产（百万元）	18346.68
每股净资产	7.59

相关报告

《重大诉讼和解，盈利底部渐现，公司再起航》2019-07-31

《盈利底部或确认，后续竣工反弹有望释放业绩弹性》2019-04-29

《价稳量升，经营质量再提高》2019-03-20

分析师：

李华丰

lihuafeng@xyzq.com.cn

S0190517050001

陈晨

chenchen90@xyzq.com.cn

S0190518070006

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12565	12666	14049	15154
同比增长	12.6%	0.8%	10.9%	7.9%
净利润(百万元)	2466	854	2859	3242
同比增长	5.2%	-65.4%	234.7%	13.4%
毛利率	35.3%	33.0%	34.1%	35.2%
净利润率	19.6%	6.7%	20.3%	21.4%
净资产收益率（%）	17.3%	5.6%	16.0%	15.6%
每股收益(元)	1.46	0.51	1.69	1.92
每股经营现金流(元)	1.65	0.14	2.13	2.20

投资要点

事件：公司披露 2019 年半年报：全年实现营业收入 60.38 亿元，同比增长 0.84%，实现归母净利润-6.91 亿元，同比减少 153.24%，基本每股收益-0.409 元/股。扣除美国石膏板事项所有相关诉讼费用的归属净利润 11.70 亿元，同比减少 11.72%。

点评：

- **Q2 收入增速回正，营业利润降幅环比收窄。**公司 2019 上半年实现营业收入 60.38 亿元，同比增长 0.8%。其中 Q1 实现营业收入 24.27 亿元，同比下降 2.8%，Q2 实现营业收入 36.11 亿元，同比增长 3.5%，收入增速转正。
- **销量及单平盈利水平环比回升，验证高端化趋势。**2019 上半年石膏板单平收入与毛利全年平均水平分别为 5.61 元和 1.98 元，同比分别下降 0.45 元和 0.33 元；其中 Q1 单平收入与毛利分别为 5.30 元和 1.63 元，Q2 单平收入与毛利分别为 5.83 元和 2.29 元，环比皆有所提高。
  2019 上半年单平米期间费用 0.69 元，同比下降 0.16 元，主要因单平米管理费用下降 0.13 元。2019 上半年单平净利-0.76 元，同比下降 0.41 元，主要是受美国石膏板诉讼费用影响；若扣除相关诉讼费用影响，上半年单平净利 1.30 元，同比下降 0.21 元。
- **重大诉讼和解，影响当期利润。**我们认为本次和解化解重大诉讼的风险，有利于北新建材及泰山大幅度降低诉讼成本（近三年平均每年费用支出约 1 亿元），释放业绩；同时，扫清公司国际化进程中的障碍，有利于后续国际业务的开展。

盈利预测与投资建议：

- 公司属于典型的低估值龙头。石膏板行业重修需求支撑下可实现平稳增长，公司占据 60%市场份额，成本优势构建了很强的竞争壁垒，且公司负债率低、现金流好。
- 石膏板使用阶段临近竣工，因此需求增速滞后于商品房销售面积增速三个季度左右，18 年处于寻底阶段。我们预计随需求企稳回升，以及随产能扩张、环保趋严，公司市占率提升带来定价权进一步体现，公司石膏板有望量价齐升。
- 我们调整公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 8.53 亿元、28.57 亿元和 32.42 亿元，8 月 19 日收盘价对应 PE 分别为倍 35.3、10.5 倍和 9.3 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：地产投资超预期下滑、竣工回暖不及预期

报告正文

事件

- 公司披露 2019 年半年报：全年实现营业收入 60.38 亿元，同比增长 0.84%，实现归母净利润-6.91 亿元，同比减少 153.24%，基本每股收益-0.409 元/股。扣除美国石膏板事项所有相关诉讼费用的归属净利润 11.70 亿元，同比减少 11.72%。
- 公司二季度单季实现营业收入 36.12 亿元，同比增长 3.5%，实现净利润-10.15 亿元，同比下降 225.1%，实现归母净利润-10.19 亿元，同比下降 226.1%。
- 公司披露 2019 年前三季度业绩预告：报告期内，预计实现归母净利润 3500-5000 万元，同比下降 97.55%-98.29%，基本每股收益 0.02-0.03 元/股。其中 Q3 预计实现归母净利润 7.26-7.41 亿元，同比下降 0.40-2.41%，基本每股收益 0.43-0.44 元/股。

点评

- **Q2 收入增速回正，营业利润降幅环比收窄。**公司 2019 上半年实现营业收入 60.38 亿元，同比增长 0.8%。其中 Q1 实现营业收入 24.27 亿元，同比下降 2.8%，Q2 实现营业收入 36.11 亿元，同比增长 3.5%，收入增速转正。

  我们剔除诉讼费用等的影响，2019 上半年公司实现营业利润 12.67 亿元，同比下降 15.14%，其中 Q1 实现营业利润 3.9 亿元，同比下降 31.32%，Q2 实现营业利润 8.7 亿元，同比下降-5.59%，营业利润降幅环比显著收窄。

- **销量及单平盈利水平环比回升，验证高端化趋势。**我们预计公司 2019 上半年石膏板销量 9.04 亿平方米，同比增长 4.4%，销量基本符合预期。其中 Q2 单季度石膏板销量约 5.4 亿平，同比增长 6.3%，环比增速提升。

  价格及盈利方面，2019 上半年石膏板单平收入与毛利全年平均水平分别为 5.61 元和 1.98 元，同比分别下降 0.45 元和 0.33 元；其中 Q1 单平收入与毛利分别为 5.30 元和 1.63 元，Q2 单平收入与毛利分别为 5.83 元和 2.29 元，环比皆有所提高。

  我们认为单平收入的提升，主要来自于产品结构的改善：预计公司 Q2 龙牌石膏板销量增长显著高于泰山及梦牌，拉动产品均价及单平毛利，验证石膏板行业高端化趋势。

  2019 上半年单平米期间费用 0.69 元，同比下降 0.16 元，主要因单平米管理费用下降 0.13 元。2019 上半年单平净利-0.76 元，同比下降 0.41 元，主要是受美国石膏板诉讼费用影响；若扣除相关诉讼费用影响，上半年单平净利 1.30 元，同比下降 0.21 元。

图表 1、北新建材单平收入及盈利情况

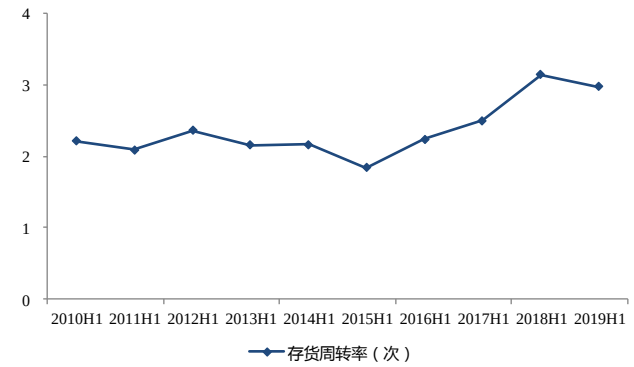
单位：元	2017	2018	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1
单平收入	5.43	5.85	4.71	6.03	6.06	5.67	5.61
单平成本	3.31	3.67	3.20	3.39	3.75	3.59	3.64
单平毛利	2.12	2.18	1.51	2.65	2.31	2.07	1.98
单平净利	1.29	1.33	0.81	1.71	1.51	1.17	-0.76

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- **“价本利”执行到位，经营质量高位维持。**2018 年公司提出并贯彻“价格-成本-利润”经营模式，控制应收账款和加强存货管理；泰山石膏清理闲置库存，提高周转材料利用率，并调整采购策略，搭建网上采购平台，为原材料及时供应提供充分保障。

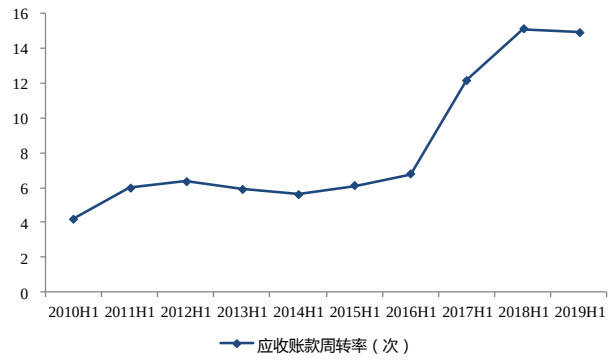
  公司 2019 年应收账款周转率和存货周转率分别达到 2.97 次和 14.92 次，同比分别下降 0.18 和 0.17 次，但仍保持在高位。

图表 2、北新建材存货周转率



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、北新建材应收账款周转率



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- **重大诉讼和解，影响当期利润。**本报告期内，就美国石膏板诉讼事项，泰山石膏发生律师费、差旅费、和解费等共计 18.34 亿元（包含预计负债 17.94 亿元）；北新建材发生律师费、差旅费、和解费等共计 2744.4 万元。截至 2019 年 6 月 30 日，泰山石膏就本诉讼累积发生的律师费、差旅费、判决金额、和解费等共计 24.05 元（包含预计负债 17.94 元）；北新建材就本诉讼累积发生的律师费、差旅费、和解费等共计 2.01 元，北新建材与泰山石膏就本诉讼累积发生的律师费、差旅费、判决金额、和解费等共计 26.06 元（包含预计负债 17.94 元）。

  我们认为本次和解化解重大诉讼的风险，有利于北新建材及泰山大幅度降低诉讼成本（近三年平均每年费用支出约 1 亿元），释放业绩；同时，扫清公司国际化进程中的障碍，有利于后续国际业务的开展。

投资建议

- 公司属于典型的低估值龙头。石膏板行业重修需求支撑下可实现平稳增长，公司占据60%市场份额，成本优势构建了很强的竞争壁垒，且公司负债率低、现金流好。
- 石膏板使用阶段临近竣工，因此需求增速滞后于商品房销售面积增速三个季度左右，18年处于寻底阶段。我们预计随需求企稳回升，以及随产能扩张、环保趋严，公司市占率提升带来定价权进一步体现，公司石膏板有望量价齐升。
- 我们调整公司盈利预测，预计公司2019-2021年归母净利润分别为8.53亿元、28.57亿元和32.42亿元，8月19日收盘价对应PE分别为倍35.3、10.5倍和9.3倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示

地产投资超预期下滑，竣工回暖不及预期

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5652	6395	9196	11924
货币资金	490	1193	3783	6378
交易性金融资产	2490	1804	1929	1981
应收账款	80	99	103	111
其他应收款	72	101	106	112
存货	1279	1505	1584	1678
非流动资产	12256	12478	12746	12972
可供出售金融资产	177	182	180	180
长期股权投资	171	149	152	154
投资性房地产	51	47	48	48
固定资产	7590	8105	8495	8789
在建工程	2303	2030	1846	1722
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1689	1737	1789	1835
资产总计	17908	18873	21942	24896
流动负债	2313	2405	2385	2316
短期借款	891	600	500	400
应付票据	0	39	21	26
应付账款	812	952	1025	1074
其他	610	814	839	815
非流动负债	1156	991	1369	1501
长期借款	534	784	919	1081
其他	621	207	450	420
负债合计	3469	3396	3754	3817
股本	1690	1690	1690	1690
资本公积	3141	3141	3141	3141
未分配利润	8873	9721	12433	15317
少数股东权益	156	149	124	96
股东权益合计	14439	15477	18188	21079
负债及权益合计	17908	18873	21942	24896

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2481	854	2859	3242
折旧和摊销	432	461	508	552
资产减值准备	5	23	5	8
无形资产摊销	46	42	43	43
公允价值变动损失	-3	-2	-2	-0
财务费用	40	14	61	92
投资损失	-83	-83	-71	-79
少数股东损益	15	-7	-25	-28
营运资金的变动	-135	673	-9	20

利润表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12565	12666	14049	15154
营业成本	8128	8483	9258	9816
营业税金及附加	180	165	201	217
销售费用	380	422	421	424
管理费用	588	640	1068	1137
财务费用	36	14	61	92
资产减值损失	5	2	4	5
公允价值变动	3	-2	-2	-0
投资收益	83	83	71	79
营业利润	3030	3078	3165	3602
营业外收入	53	51	61	55
营业外支出	268	1950	10	10
利润总额	2815	1179	3217	3648
所得税	335	332	382	434
净利润	2481	847	2834	3214
少数股东损益	15	-7	-25	-28
归属母公司净利润	2466	854	2859	3242
EPS (元)	1.46	0.51	1.69	1.92

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	12.6%	0.8%	10.9%	7.9%
营业利润增长率	10.5%	1.6%	2.9%	13.8%
净利润增长率	5.2%	-65.4%	234.7%	13.4%
盈利能力				
毛利率	35.3%	33.0%	34.1%	35.2%
净利率	19.6%	6.7%	20.3%	21.4%
ROE	17.3%	5.6%	16.0%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	18.2%	17.3%	15.4%
流动比率	2.44	2.66	3.86	5.15
速动比率	1.89	2.03	3.19	4.42
营运能力				
资产周转率	0.74	0.69	0.69	0.65
应收帐款周转率	75.15	72.30	70.80	71.92
每股资料(元)				
每股收益	1.46	0.51	1.69	1.92

经营活动产生现金流量	2783	237	3604	3718
投资活动产生现金流量	-2059	35	-820	-744
融资活动产生现金流量	-773	431	-194	-378
现金净变动	-48	703	2589	2595
现金的期初余额	614	490	1193	3783
现金的期末余额	490	1193	3783	6378

每股经营现金	1.65	0.14	2.13	2.20
每股净资产	8.45	8.96	10.58	12.31
估值比率(倍)				
PE	13.0	37.4	11.2	9.9
PB	2.2	2.11	1.79	1.54

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn